

流动性预期趋紧，股债跷跷板重现

证券研究报告

2020 年 08 月 30 日

9 月第 1 周资产配置报告

8 月第 4 周各类资产表现：

权益市场持续高位震荡，全周 Wind 全 A 震荡向上 1.56%，成交额 4.45 万亿，较前期有所下降。食品饮料、消费者服务和医药涨幅靠前；煤炭、综合金融和商贸零售跌幅靠前。债券指数有所调整，中证国债指数与中证企业债指数分别下跌 0.37% 和 0.15%。

9 月第 1 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——估值整体抬升，消费较贵，成长和金融略偏贵，周期中性，市场情绪维持偏保守

债券——远期流动性预期重新趋紧，信用溢价和期限价差下降，经济修复斜率放缓的预期被纳入定价

商品——工业品普涨，估值较贵；黄金在鲍威尔讲话前后大幅震荡

汇率——人民币对一篮子货币持续震荡，对美元保持强势

风险提示：国内货币政策进一步收紧；美国财政扩张受限引发流动性危机；中美政治关系急剧恶化；

作者

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦

联系人

linyan@tfzq.com

相关报告

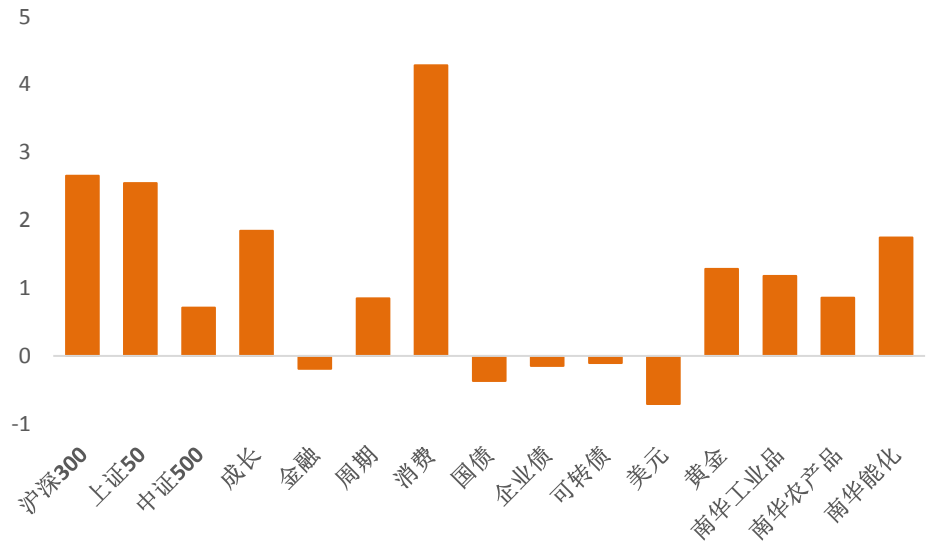
1 《宏观报告：黄金的短期和中长期走势》 2020-08-28

2 《宏观报告：2020Q2 美股基本面解析》 2020-08-26

3 《宏观报告：宏观环境定价合理，关注流动性变化和结构性机会-8 月第 4 周资产配置报告》 2020-08-23



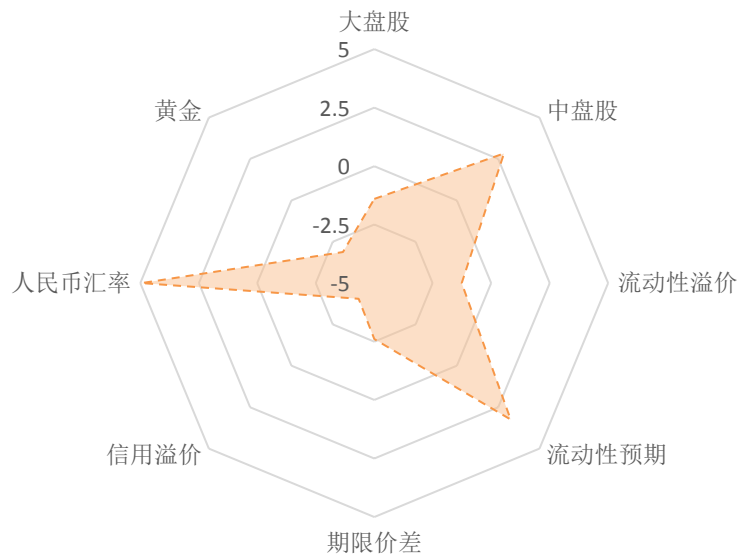
图 1：8 月第 4 周各类资产收益率(%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

9 月第 1 周各大类资产性价比和交易机会评估

图 2：各类资产/策略的风险溢价



资料来源：Wind，天风证券研究所

1. 权益——估值整体抬升，消费较贵，成长和金融略偏贵，周期中性，市场情绪维持偏保守

8 月第 4 周，权益市场的估值水平整体有所提升，上证 50 和沪深 300 的风险溢价回落至中等偏贵的水平（36%和 34%分位），中证 500 的风险溢价也有所下降（78%分位），估值分化继续保持。分板块来看，周期的风险溢价回归到中位数附近（49%分位），估值中性；成长和金融的风险溢价回落到中位数以下（43%和 44%分位），估值中性略偏贵；消费的风险溢价进一步下降（32%分位），目前估值较贵。

权益市场的短期策略拥挤度基本回升到正常水平，上证 50、中证 500 和沪深 300 的拥挤度都处于中位数附近（47-56%分位）。从板块来看，短期最拥挤的周期，其次是消费和成长，金融的拥挤度进一步回落。金融板块延续价量齐跌的态势，依然保持下行动量，与流动性溢价回升有关；其他板块和指数的量价相关性基本上回到中位数附近，多空力量较为平衡，市场短期没有明显趋势。

沪深 300 的基差与前期持平 (36%分位), 业绩爆雷指数收益小幅反弹。我们构建的“天风宏观短期市场情绪指数”显示 8 月第 4 周的市场情绪在 33%分位附近, 市场情绪保持偏保守。

2. 债券——远期流动性预期重新趋紧, 信用溢价和期限价差下降, 经济修复斜率放缓的预期被纳入定价

8 月第 4 周, 流动性溢价小幅回落 (从 40%降至 37%分位), 与央行近期加大公开市场操作投放并重启 14 天逆回购有关, 短端的市场利率与政策利率的利差有所下降。央行货币政策司司长孙国峰提到了货币政策的“三个不变”: 稳健货币政策取向不变, 保持灵活适度的操作要求不变, 坚持正常货币政策的决心不变。预计后续超储率仍处于近年偏低水平, 流动性环境继续维持紧平衡。流动性预期有所提升, 从 64%分位上升到了 82%分位, 市场对于远期流动性的预期重新趋紧, 股债的跷跷板效应重现。

利率债期限利差继续回落 (24%分位), 信用溢价下降到了 9%分位, 债券市场把对短期经济快速复苏和中期复苏斜率放缓的预期进一步纳入定价。利率债的短期策略拥挤度保持在较低位置震荡 (26%分位), 修复停滞。信用债的拥挤度已经上升到中位数附近 (49%), 情绪修复基本完成。可转债市场的情绪进一步冷却, 短期拥挤度回落到 61%分位。

3. 商品——工业品普涨, 估值较贵; 黄金在鲍威尔讲话前后大幅震荡

8 月, 工业品价格多数上涨。南华螺纹钢、热轧卷板指数环比 7 月上涨 0.4%、3.0%, 焦煤指数上涨 0.6%、焦炭指数下跌 0.1%; 铜、锌、铝分别上涨 0.3%、5.5%、0.6%; 布油价格环比上涨 4.1%, 化工产品价格跟随上涨; 建筑业施工淡季接近尾声, 水泥价格触底回升。国内外持续推动复工复产, 工业品价格整体保持升势, 但回升速度正在逐渐放缓, 对工业品再通胀的强度要保持客观。PPI 同比进入上升通道没有分歧, 但年底大概率仍然保持负增长, 暂不支持大级别再通胀。预计 8 月 PPI 同比下跌 2%。

8 月第 4 周黄金价格震荡向上, 周五美联储主席鲍威尔讲话前后振幅加大, 来到 1960 美元/盎司以上。从短期交易来看, 黄金交易拥挤度有所下降, 持仓拥挤度有小幅反弹 (64%分位)。中长期来看, 通胀预期还远未恢复到 08 年金融危机后平均水平, 美联储承诺在未来数年维持低利率, 并可能在放开“通胀忍耐度”, 后疫情时期全球经济仍然明显存在低速增长和结构失衡的问题, MMT 下, 积极财政会成为主要的政策手段, 短期内不会见到财政扩张的拐点, 在经济加速复苏回归潜在增速之前, 实际利率还将维持负区间和低位。各国央行资产负债表的持续扩张将维持较长时间, 甚至可能超过上一次危机后, 对于黄金来说中长期逻辑依然通顺。贵金属在配置上的价值依然明显。

其他大宗商品中, 农产品和能化的风险溢价回落到 62%, 工业品的风险溢价回落至 12%分位, 目前已经来到估值很贵的区间, 需要对基本面和流动性的预期差有所防范。

4. 汇率——人民币对一篮子货币持续震荡, 对美元保持强势

根据 EPFR 数据, 8 月最后一周流入流出中国市场 (包括 H 股和 A 股) 的资金基本持平。8 月第 4 周, 北向资金本周小幅净流入 79.46 亿元。从资金流向来看, 短期人民币前期受到的贬值压力基本得到缓解。

8 月第 4 周, 人民币汇率的性价比稳定在绝对高位 (99.4%分位), 人民币中期升值的动力依然强势。同时人民币的短期交易拥挤度连续几周保持在高位 (92%分位), 对一篮子货币基本调整到位, 对美元保持保持强势。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2838

